

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15120051301191

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国股指期货的风险监控研究

Research on Supervision of the Risk of Stock Index Futures
in China

陈 乾

指导教师姓名: 傅 元 略 教 授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2 0 0 8 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 0 8 年 6 月

学位授予日期: 2 0 0 8 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘要

经过 25 年的发展，股指期货已经成为国际期货市场最成功的期货品种之一。自 1982 年美国堪萨斯市期货交易所(KCBT)推出堪萨斯价值线指数期货以来，股指期货在规避证券市场系统风险、促进证券市场发展等方面发挥了巨大的作用。但由于交易机制的特点，股指期货也蕴涵着巨大的风险。一旦对股指期货运用或管理不当，就有可能给投资者带来巨大损失，甚至扰乱国家的金融秩序。

本文首先介绍了股指期货的概念，系统地分析了股指期货的风险分类及其影响因素，引出产生股指期货风险最引人注目的一个原因——投机。然后以法国兴业银行事件为案例，说明了投机所带来的巨大危害。最后通过案例分析，借鉴国外成功经验，从宏观、中观、微观三个层面给出了一些风险监控建议。文章主要贡献点有如下：

1. 以法国兴业银行事件作为切入点，论述了利用股指期货非正常投机所带来的巨大风险。详细分析案例，得出法国兴业银行事件产生的原因主要有：风险意识缺乏、内部监控失效、外部监管缺失。

2. 对英国、美国、法国、日本、韩国和香港地区的股指期货风险监管体系从宏观、中观、微观三个层面进行具体比较，并以仿真交易规则为例，比较了中外相关制度存在的差异。

3. 针对前文的案例分析，借鉴国外的成功经验，从宏观、中观、微观三个层面提出了若干具体的风险监控建议。特别是，为避免类似于法国兴业银行的事件在我国发生，本文认为一方面应加强机构投资者的内部控制；另一方面应加强对机构投资者的外部监管，尤其是股票市场与股指期货市场的跨市场监管，避免操纵行为、内幕交易行为或者过度投机发生。

关键词：股指期货；投机；风险监控

ABSTRACT

After 25 years' development, stock index futures have become one of the most successful varieties of the futures in the international futures market. Stock index futures have functioned tremendously in avoiding systematic risks and promoting the development of the securities market since Kansas City Futures Exchange (KCBT) introducing the Kansas Value Line index futures in 1982 in the United States. However, as a trading mechanism features, stock index futures have their own risks. It is quite possible to cause a large loss of investor once the stock index futures are operated and managed improperly. It is even worse that the improper operation and management will make the country's finance out of order.

This paper introduces the concept of stock index futures, study systematically about the risk of the stock index futures, and then introduce the most important reason which causes the risk of the stock index futures——speculation. Then we use France Societe Generale incident as case to analyze the great danger brought by the speculation. In this study, there are some main contribution points as follows:

1. Take France Societe Generale incident as a start point, discuss the risk brought by non-normal speculation. And, we analyses the incident detailed, find that there are three reasons which causes the France Societe Generale incident. The three reasons are: lack of awareness of risk, internal control failures and lack of external supervision.

2. The paper introduces the stock index futures risk management system of the United Kingdom, the United States, France, Japan, South Korea and Hong Kong, and compare our country's simulation trading rules and the stock index futures risk management system of the foreign, find the differences in the stock index futures risk management system between our country and the other countries.

3. Through the former analysis of the case, and reference to the successful experience from abroad, the paper gives some specific recommendations of the risk monitoring. To avoid the incident which is similar to France Societe Generale incident occur in China, this paper suggests we should strengthens internal controls

of the institutional investors and external supervision on the institutional investors, especially cross-market monitoring between spot market and stock index futures market, in order to avoid the occurrence of manipulation, insider trading acts or excessive speculation.

Keywords: Stock Index Futures; Speculation; Risk Management.

厦门大学博士论文摘要库

目录

| | |
|--------------------------|----|
| 第 1 章 引言 | 1 |
| 1.1 问题的提出及研究意义 | 1 |
| 1.2 国内外研究情况 | 2 |
| 1.3 本文研究的几个主要问题 | 5 |
| 1.4 研究目的 | 6 |
| 1.5 研究框架和主要内容 | 6 |
| 1.6 主要贡献点 | 7 |
| 第 2 章 股指期货风险及其影响因素分析 | 8 |
| 2.1 股指期货及其风险概述 | 8 |
| 2.2 股指期货风险的分类 | 12 |
| 2.3 股指期货风险的影响因素分析 | 18 |
| 2.4 股指期货交易市场的投机性问题 | 23 |
| 2.5 本章小结 | 24 |
| 第 3 章 股指期货投机案例——法国兴业银行事件 | 26 |
| 3.1 事件发生及经过 | 26 |
| 3.2 案例分析 | 28 |
| 3.3 本章小结 | 33 |
| 第 4 章 股指期货风险监控国际比较 | 34 |
| 4.1 宏观层面的国际比较 | 34 |
| 4.2 中观层面的国际比较 | 35 |
| 4.3 微观层面的国际比较 | 43 |
| 4.4 本章小结 | 44 |
| 第 5 章 对我国股指期货风险监控的几点建议 | 45 |
| 5.1 宏观层面的风险监管 | 45 |
| 5.2 中观层面的风险监管 | 46 |
| 5.3 微观层面的风险监管 | 50 |
| 5.4 本章小结 | 52 |
| 第 6 章 总结与启示 | 53 |
| 6.1 本文的研究结论 | 53 |
| 6.2 启示 | 54 |
| 参考文献 | 56 |
| 后记 | 60 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter1 Introduction | 1 |
| 1.1 The issues and singnificance of the research | 1 |
| 1.2 Research at home and abroad..... | 2 |
| 1.3 The main issues in the paper | 5 |
| 1.4 Research design | 6 |
| 1.5 Research framework and main content | 6 |
| 1.6 Innovation of the paper | 7 |
| Chapter2 Risk of stock index futures and analysis of factors | |
| affecting the risk..... | 8 |
| 2.1 Stock index futures and the risk of stock index futures..... | 8 |
| 2.2 Classification of the risk of stock index futures | 12 |
| 2.3 Analysis of factors affecting risk of stock index futures..... | 18 |
| 2.4 Speculation of stock index futures..... | 33 |
| 2.5 Summuary of this chapter..... | 24 |
| Chapter3 The case of speculation in stock index futures markets— | |
| —France Societe Generale incident..... | 26 |
| 3.1 The happening and the progress of the incident | 26 |
| 3.2 Analysis of the incident..... | 28 |
| 3.3 Summuary of this chapter..... | 33 |
| Chapter4 The international comparison of the monitoring system | |
| of the risk of stock index futures | 34 |
| 4.1 Macro-level comparison of the monitoring system | 34 |
| 4.2 Mid-level comparison of the monitoring system | 35 |
| 4.3 Micro-level comparison of the monitoring system..... | 43 |
| 4.4 Summuary of this chapter..... | 44 |
| Chapter5 Some suggestions to our country's monitoring system of | |
| the risk of stock index futures | 45 |
| 5.1 Macro-level risk monitoring | 45 |
| 5.2 Mid-level risk monitoring..... | 46 |
| 5.3 Micro-level risk monitoring | 50 |
| 5.4 Summuary of this chapter..... | 52 |
| Chapter6 Summary and Revelation | 53 |

| | |
|--|----|
| 6.1 The conclusion of this paper | 53 |
| 6.2 Revelation | 54 |
| Reference..... | 56 |
| Postscript..... | 59 |

厦门大学博士论文摘要库

第1章 引言

1.1 问题的提出及研究意义

2008年1月24日,担任世界上最大衍生交易市场领导角色的法国第二大银行兴业银行首席执行官丹尼尔·布东在巴黎拉台芳斯商业区的兴业银行总部召开新闻发布会,宣布一起“欺诈案”给银行造成约50亿欧元的损失。该银行指控年轻的交易员杰罗姆·凯维埃尔非法动用500多亿欧元的资金,给银行造成了近50亿欧元的损失。凯维埃尔的律师则说他是在为银行效力,自己没有获取丝毫利益。无论事实真相如何,这一案件所造成的社会和经济影响是巨大的,它给处在剧烈变革中的金融业敲响了警钟。

自20世纪70年代,随着布雷顿森林体系的解体和汇率、利率风险的加剧,金融期货应运而生,并开始其迅速发展的历程。股指期货作为金融期货市场的新生代品种,其发展速度尤为突出。金融期货以及股指期货的飞速发展与这一时期此起彼伏的金融创新息息相关。可以说,金融创新是金融期货产生的直接原因,而金融期货则是金融创新发展的必然结果。

股票指数即股票价格指数,是由市场管理机构或金融服务机构编制的表明股票市场价格变动情况的数值^①。而股指期货是专门为人们管理股票市场的价格风险而设计的,与外汇期货、利率期货和其他商品期货一样,股指期货同样是顺应规避风险的需要,目前股指期货已经成为国际期货市场上最成功的期货品种之一。股指期货交易的实质,是投资者将其对整个股票指数的预期风险转移到期货市场的过程,其风险是通过对股市走势持不同判断的投资者的买卖操作来相互抵消的。股指期货与其他金融衍生品一样,并不能避免金融风暴的来临。恰恰相反的是,由于股指期货具有流动性高、交易成本低、杠杆比率大的交易特点,经常被利用为投机的工具,出现了许多损失惨重的市场风险。若不能对股指期货的风险进行有效控制与管理,其非但可能摧毁期货市场,甚至连股市也会受其影响。因此股指期货交易的风险不容忽视。

我国加入WTO以后,金融市场将逐步开发,证券市场、股指期货市场等

^① 唐衍伟、陈刚,金融衍生品——股指期货与期权 [M],北京:经济科学出版社,2007.

在为我国金融市场带来活力的同时，也使其风险骤增。为此，有必要根据中国的客观实际，认真分析股指期货推出所面临的风险，建立、健全股指期货风险控制体系和法律监管制度。否则，很可能有一天，法国兴业银行的悲剧会出现在中国。

本文从股指期货交易中的投机性行为出发，针对股指期货的风险展开了一系列的分析，并在借鉴国外股指期货风险监管成功经验的基础上，就股指期货交易的风险监管提出了个人的几点建议，希望能对我国即将推出的股指期货有一定的参考价值。

1.2 国内外研究情况

1.2.1 国外研究情况

目前，关于股指期货的理论研究国外已相当成熟。比较新的著作有英国南安普顿大学的公司金融学教授 Charles M.S. Sutcliffe 于 1999 年出版的《Stock Index Futures: Theories and International Evidence》就集中了近年来国外学者对股指期货产品的各种研究成果，介绍了股指期货的理论和例证，全书内容囊括了股指期货的套期保值和套利、价格行为、风险与收益、基金经理人对指数期货的运用、指数期货合约的设计与管理等许多细节问题，并且作了大量的实证分析，可以说是西方股指期货理论的经典著作。

还有一些国外学者研究金融期货交易，对交易的过程和机理作了比较详细的描述和分析。如 John Millers (1993) 在《Stock Index Options and Futures》一书中详细地介绍了股价指数、股价指数期货与期权的起源、发展、定价以及实际操作与应用。该书旨在结合理论讲述操作实务方面的技巧，以补充理论研究的空缺。

在套期保值方面，目前有两种具有代表性的套期保值理论。1.传统套期保值理论：即凯恩斯和希克斯的传统套期保值理论。该理论认为，期货交易中的套期保值是指在期货市场上建立与现货市场方向相反而数量相等的交易部位，以此来转移现货市场交易的价格风险。一旦在现货市场上出现价格不利的变动使交易者蒙受损失，交易者可以用期货市场上的盈利来弥补现货市场上的亏损。

可见套期保值者的主要目的是利用它规避交易者在现货市场上可能面临的价格风险，这时交易者在期货市场的交易头寸和在现货市场的交易头寸是相同的，即套期保值的比率等于 1，而且在套期保值期不变。2.现代组合投资套期保值理论：现代组合投资套期保值的概念来源于 Markowitz（1952）的组合投资的理论。这一理论认为，一旦交易者进行套期保值，他实际上是对现货市场和期货市场上的资产进行组合投资，以实现控制投资风险使投资收益最大化为目的。

Working, H.（1963）在“Futures markets under renewed attack”一文中指出，套期保值者的做法并不是出于一种习惯性的市场行为，交易者进行套期保值是有选择的，虽然交易者在市场上进行套期保值排除了他在现货市场中对价格进行投机的风险，但其结果并不能将风险全部转移出去，套期保值者要承担期货市场价格与现货市场价格变化不一致时的风险即基差风险。利用期货市场，套期保值者实际上是避免了现货市场价格变动较大时的风险，而接受了基差变动这一变动较小的风险。因此，为了减少基差风险，交易者会有选择地进行套期保值。

Leland Johnson（1960）在“The theory of hedging and speculation in commodity futures”一文中认为套期保值者在期货市场不一定持有和他在现货市场上相同的交易头寸，即不要求套期保值的比率必须等于 1，在套期保值期间，注重如何计算最小风险保值比率和对风险的控制，以达到收益的最大化。最小风险保值比率的计算是随着时间的推移，根据交易者对风险偏好程度，对期货市场价格预期的方向以及对期货价格预期的置信程度差异而变化的，因此他们的套期保值是一种动态的套期保值。

另外，Ederington 和 Figlewski（1984）提出的利用“最小方差模型”来评价股指期货套期保值效果的方法，在国外也有广泛的应用。很多国外学者用它来对世界主要股指期货产品进行检验，这些定量的方法对我国股指期货的研究也有很深远的意义。

其他国外具有代表性的文献还有：Figlewski（1984）的“Hedging performance and basis risk in stock index futures”；Figlewski（1985）的“Hedging with stock index futures: theory and application in a new market”；Juunkus, J.C.和 Lee, C.F.（1985）的“Use of three stock index futures in hedging decisions”；W.I.CHOU（1996）的

“Hedging with the Nikkei index futures: the conventional model versus the error correction model”; Holmes, P. (1996)的“Stock index futures hedging: hedge ratio estimation, duration effects, expiration effects and hedge ratio stability”。

对股指期货风险，国外学者的研究主要有以下几个方面：交易合约设计中指数、合约面值和乘数的确定；交易机制设计中保证金率和保证金收付机制的设定、交易过程中的持仓限制以及相关配套机制的设计。

1.2.2 国内研究情况

国内对股指期货的研究成果主要是对国外研究成果的介绍，同时也进行了一些本土的探讨。市场监管部门、券商、期货经纪公司、证券交易所、期货交易所以及社会、高校研究机构和专家学者等，都对我国开设股指期货交易的有关问题进行了广泛深入地研究和探讨。王开国（2000）的“股指期货：市场深化中的金融创新”对我国发展股指期货的意义以及可行性进行了讨论；中国证监会期货部主任姚刚(1998)对股指期货等金融衍生工具交易以是否能够量化为标准，将金融衍生工具的六种风险分为两大类，并指出各种风险中最重要的是信用风险和市场风险；蔡怀宇、李化(2001)提出了从交易机制、交易主体的风险监管和增加股指期货交易的透明度三方面来完善股指期货交易的规则；中国期货协会副会长常青(2003)从证券监管当局对股指期货交易的监管、股指期货交易中交易所和清算所的风险管理、机构投资人的风险管理、市场参与者个体的风险管理四个层面论述了股指期货的风险管理措施；姚兴涛（2000）在“股指期货的监管属性”一文中对我国推出股指期货的场所进行了比较系统的论述，通过对美国股指期货监管的研究，作者认为为了使我国股指期货高起点、规范化发展，其交易场所应该在证券交易所而不是期货交易所；郭宝新（1999）等人编著的《金融期货期权及其市场监管》一书中将指数期货作为金融期货的一个部分，介绍了美国、英国和日本实行的“三级监管体制”模式，新加坡和香港的“两级管理模式”，并最后提出我国培育金融期货期权市场也应该采取三级监管组织体系。

其它比较有代表性的文献还有杨丹（2004）的《股指期货投资》、唐衍伟和陈刚（2007）的《金融衍生品：股指期货与期权》、殷家祥（2007）的《股指期

货实用投资指南》等。

在国内对股指期货的研究者当中，最引人注目的有上海期货交易所的股指期货市场总体方案设计课题和上海财经大学统计学系与中信证券联合课题组的研究项目——上证联合研究计划。上海期货交易所股指期货市场总体方案设计课题成果分为一个总报告与五个分报告，共约 30 万字。五个分报告分别为股指期货合约设计分报告、结算与风险管理分报告、法规分报告、技术分报告及我国股票指数体系分析分报告。通过深入研究与广泛的交流，该股指期货课题报告无论在研究的广度还是在深度方面取得了重大进展。具体表现在：在理论研究中，对当前几个有争议的重大理论问题如开展股指期货是否会对证券市场造成冲击、有无做空机制是否会影响股指期货功能、开展股指期货是否会导致风险事件等进行了深入的分析，从而为我国股指期货的推出扫清了理论上的障碍；在市场模式设计中，解决了投资主体、会员结构、结算制度等一系列操作性难题，使我国股指期货的市场模式设计与当前国内外证券期货市场的发展相适应；在合约设计中，进行了大量的实证分析，得出了一些有说服力的结论。

国内对股指期货风险的研究有西南证券有限责任公司研发中心（2003）的课题“股指期货风险控制的实证分析”，他们认为我国券商应注意防范股指期货带来的自营业务风险、经纪业务风险和投资者风险等。他们在参照国外主要期指合约和我国证券市场特点后，提出了对我国股指期货合约设计的一些建议。

上海证券交易所（下称上证所）与国元证券股份有限公司课题组（2008）联合研究的“股指期货业务对证券公司的风险及监管对策”详细分析了证券公司参与股指期货所面临的风险，并提出我国应建立四级监管体系来控制证券公司参与股指业务的风险。

1.3 本文研究的几个主要问题

通过前面的国内外研究情况介绍，我们可以发现国内外学者关于股指期货风险的研究比较少，对于股指期货研究比较多的是套期保值，研究其经济功能，而很少研究其投机问题及风险问题。鉴于此，本文研究的主要问题有：第一，股指期货风险的危害性、风险的种类及其产生的原因；第二，股指期货交易市场上的投机性问题；第三，如何防范这些风险。

1.4 研究目的

本论文通过分析我国股指期货上市后可能出现的风险，并结合国外股指期货市场风险监控的成功经验，来探讨我国股指期货上市后如何建立相应的风险监控体系，为防范股指期货上市后的各种风险，保证股指期货在我国市场的健康发展，提出相应的参考建议。

1.5 研究框架和主要内容

本文共分六章。第一章是引言，包括问题的提出与意义、国内外研究情况的介绍、研究目的、研究框架；第二章是股指期货风险及其影响因素分析，本章介绍了股指期货的概念、特征、功能，深入全面地介绍了股指期货风险的定义与特征、股指期货风险的分类、股指期货风险产生的根源与具体成因，指出投机性问题是其中最引人注目的一个原因；第三章是股指期货投机案例分析——法国兴业银行事件，阐明了股指期货非正常投机所带来的巨大风险，并对案例产生的原因进行了系统深入的分析；第四章是股指期货风险监控国际比较，对比分析英国、美国、法国、日本、韩国和香港的股指期货风险监管体系的基础上，以仿真交易规则为例比较了中外相关制度的差异；第五章是对我国股指期货风险监控的几点建议，针对案例分析，借鉴国外成功经验，结合中国实际情况，提出了股指期货几点针对性的风险监控建议；第六章是总结与启示。具体结构如图 1.1 论文的框架结构图：

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库